双鹭药业(002038)/生物制品　来那度胺开始销售上量，业绩拐点 2018 年有望出现

评级：买入(首次)

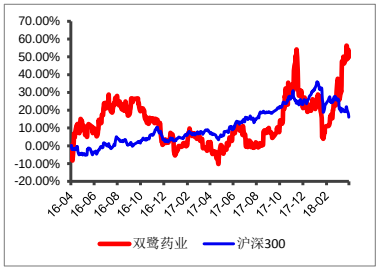
市场价格：38.91

分析师：江琦
执业证书编号：S0740517010002
电话：021-20315150
Email：jiangqi@r.qlzq.com.cn
联系人：赵磊
Email：zhaolei@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	685
流通股本(百万股)	567
市价(元)	38.91
市值(百万元)	26653.35
流通市值(百万元)	22061.97

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 主导产品潜力大，新品种预期强

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1009.85	1242.08	1688.44	2121.80	2772.03
增长率 yoy%	-12.68%	23.00%	35.94%	25.67%	30.64%
净利润	452.11	533.58	601.13	810.40	1091.34
增长率 yoy%	-21.38%	18.02%	12.66%	34.81%	34.67%
每股收益（元）	0.66	0.78	0.88	1.18	1.59
每股现金流量	0.58	0.56	0.37	0.60	0.88
净资产收益率	11.60%	12.49%	12.31%	14.19%	16.00%
P/E	58.94	49.95	44.33	32.88	24.42
PEG	-2.76	2.77	3.50	0.94	0.70
P/B	6.84	6.24	5.46	4.67	3.91

备注：数据截止至 2018.04.17

投资要点

- **我们认为，2018 年公司业绩有望迎来拐点，重回快速增长轨道。**2015 年开始，面对医保控费等不利因素，公司业绩持续下滑三年。我们认为 2018 年，随着大品种来那度胺上市销售、重组人碱性成纤维细胞生长因子、替莫唑胺、杏灵滴丸、依诺肝素钠等品种在各省份招标逐步上量，业绩拐点有望出现。
- **来那度胺挑战专利国内首仿，预计市场空间约 75 亿元，即将进入放量期。（1）来那度胺是什么？新一代口服免疫调节药物，多发性骨髓瘤治疗指南首选方案地位，全球销售近 82 亿美元。**来那度胺是 Celgene 公司研发的新一代口服免疫调节药物，2005 年美国上市，主要用于多发性骨髓瘤（MM）、骨髓增生异常综合症（MDS）和套细胞淋巴瘤（MCL）等。2017 年全球销售 81.87 亿美元、排名第 2。**（2）来那度胺国内情况如何？新进医保、竞争格局好、即将放量。**2013 年来那度胺原研药国内获批上市，2017 年预计销售 1 亿元左右，市场还处于空白期。2017 年 7 月，来那度胺谈判进入国家医保。随着新版医保将来那度胺纳入，我们预计渗透率有望显著提高。**（3）来那度胺市场空间多大？我们预计国内多发性骨髓瘤市场空间约 75 亿元。**我国多发性骨髓瘤患者超过 10 万人，每年新增病例约 2 万。
- **公司扣非净利由高点 6.4 亿下滑至 2017 年 3.4 亿，复合辅酶等老品种已经见底。**目前复合辅酶在公司销售收入 2017 年全面高开后占比 55%，我们预计净利润占比低于 30%，已经显著下降。
- **在研品种涵盖多个优势领域。**强化在肿瘤、肝病、代谢病、心脑血管等领域的优势外，公司逐步进入糖尿病、肾病、预防性疫苗等新领域。2018 年公司丁二磺酸腺苷蛋氨酸、奥硝唑、谷胱甘肽等品种即将获批生产。
- **逐步推进营销改革，**在学术营销方面，2015 年参股信忠医药 30%股权，增强学术推广营销能力。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计 2018-2020 年公司营业收入为 16.88、21.22、27.72 亿元，同比增长 35.94%、25.67%、30.64%，归母公司净利为 6.01、8.10、10.91 亿元，同比增长 12.66%（扣非约 62%）、34.81%、34.67%，对应 EPS 为 0.88、1.18、1.59 元。**考虑来那度胺进入放量期，在研产品丰富，我们给予公司 2019 年 45-50 倍 PE、合理估值区间为 53.1-59 元，首次覆盖，给予“买入”评级。**
- **风险提示：来那度胺上市销售不及预期，药品招标不及预期的风险，营销改革不及预期的风险。**

内容目录

来那度胺挑战专利国内首仿成功上市，市场空间约 75 亿元 - 4 -
来那度胺是 2017 年全球销售第 2 大药品，上升势头猛 - 4 -
对多发性骨髓瘤治疗效果好，处 MM 治疗指南首选方案地位 - 5 -
双鹭药业首仿获批上市，我们预计国内多发性骨髓瘤市场空间约 75 亿元 - 6 -
原研核心专利尚未到期，预计 5 年内国内竞争格局良好 - 7 -
公司扣非净利由高点 6.4 亿下滑至 2017 年 3.4 亿，复合辅酶等老品种已经见底 - 8 -
受累于医保控费等公司经历低谷期，2018 年新产品上市及招标推进有望迎来拐点 - 8 -
第一大品种复合辅酶收入利润占比逐步下降，2017 年高开后收入占比 55%，我们预计利润占比低于 30% - 9 -
来那度胺、依诺肝素钠、奥硝唑等上市后有望逐步改善单一品种依赖型结构 - 10 -
在研品种涵盖多个优势领域，逐步推进营销改革 - 11 -
在研品种涵盖多个优势领域，2018 年奥硝唑等有望上市 - 11 -
参股信忠医药，积极适应“两票制”进行营销策略调整 - 12 -
盈利预测与估值 - 13 -
盈利预测 - 13 -
相对估值法：合理估值区间 53.1-59 元 - 15 -
投资建议 - 15 -
风险提示 - 15 -
来那度胺上市销售不及预期 - 16 -
单品种依赖收入型结构短期无法改善的风险 - 16 -
药品招标不及预期的风险 - 16 -
营销改革不及预期的风险 - 16 -

图表目录

图表 1：来那度胺 2017 年全球药品销售额排名第 2，上升势头猛 - 4 -
图表 2：来那度胺占 Celgene 收入比重一直保持在 60%以上 - 5 -
图表 3：来那度胺显著延长多发性骨髓瘤患者无进展生存期 4.3 个月 - 5 -
图表 4：来那度胺显著延长多发性骨髓瘤患者总生存期 10.4 个月 - 5 -
图表 5：来那度胺国内中标价格情况（单位：一粒） - 6 -
图表 6：2005-2017 年来那度胺全球销售额及增速（单位：亿美元，%） - 7 -
图表 7：2013-2016 年来那度胺国内城市公立医院销售额及增速（单位：百万元，%） - 7 -
图表 8：来那度胺国内市场空间预测（单位：亿元） - 7 -
图表 9：国内来那度胺进入临床试验品种情况一览 - 8 -
图表 10：新基来那度胺国内核心专利一览 - 8 -
图表 11：2008-2017 年双鹭药业收入及增速情况（单位：百万元，%） - 9 -
图表 12：2008-2017 年双鹭药业归母净利润及增速情况（单位：百万元，%） - 9 -

图表 13：2008-2017 年双鹭药业扣非归母净利润及增速情况（单位：百万元，%）.....- 9 -
图表 14：2008-2017 年双鹭药业费用率变化情况（单位：百万元，%）.....- 9 -
图表 15：2015 年-2018Q1 双鹭药业季度收入及归母净利润情况（单位：百万元，%）.....- 9 -
图表 16：贝科能收入占比已经下降至 55%（单位：百万元，%）.....- 10 -
图表 17：双鹭药业医保品种情况.....- 11 -
图表 18：双鹭药业在研品种一览.....- 12 -
图表 19：双鹭药业销售费用变化（单位：百万元，%）.....- 13 -
图表 20：双鹭药业分产品拆分（单位：百万元）.....- 14 -
图表 21：双鹭药业期间费用率和所得税率假设（单位：百万元）.....- 15 -
图表 22：双鹭药业可比公司估值（单位：百万元，%）.....- 15 -
图表 23：双鹭药业财务模型预测.....- 17 -

来那度胺挑战专利国内首仿成功上市，市场空间约 75 亿元

来那度胺是 2017 年全球销售第 2 大药品，上升势头猛

■ **来那度胺是 2017 年全球销售第 2 大药品，销售额达到 81.87 亿美元、增速 17.39%，上升势头强。**来那度胺是美国 Celgene 公司开发的继沙利度胺之后的新一代口服免疫调节药物，具有抑制肿瘤细胞增殖、诱导肿瘤细胞凋亡及免疫调节作用，临床用于多发性骨髓瘤和骨髓增生异常综合症。2005 年 12 月 27 日美国获批上市，目前主要用于多发性骨髓瘤（MM）、骨髓增生异常综合症（MDS）和套细胞淋巴瘤（MCL）等适应症。2017 年来那度胺实现销售收入 81.87 亿美元、增速 17.39%，全球销售额排名至第 2 名、仅次于阿达木单抗，上升势头猛。上市时间超过 10 年，增速仍保持在 20%左右，是目前抗肿瘤销售额最大的一个化学药。

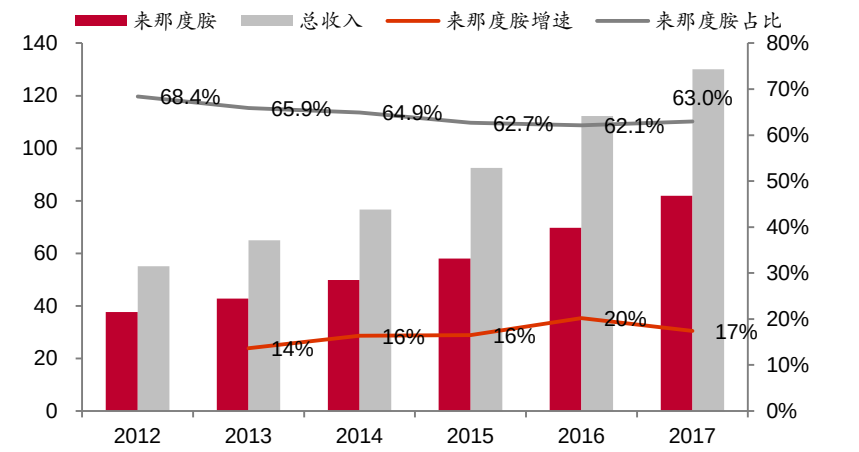
图表 1：来那度胺 2017 年全球药品销售额排名第 2，上升势头猛

排名	药品	公司	适应症	类别	2016销售额(亿美元)	2017销售额(亿美元)	YOY	排名变化
1	Humira(阿达木单抗)	AbbVie	自身免疫疾病	单抗	160.78	184.27	14.61%	—
2	**Revlimid（来那度胺）**	**Celgene**	**多发性骨髓瘤**	**化学药**	**69.74**	**81.87**	**17.39%**	**↑4名**
3	Enbrel(依那西普)	Amgen/辉瑞	自身免疫疾病	重组蛋白	88.74	80.78	-8.97%	—
4	Remicade（英夫利昔单抗）	强生/默沙东	自身免疫疾病	单抗	82.34	77.28	10.94%	—
5	Herceptin(曲妥珠单抗)	罗氏	HER2+乳腺癌、胃癌	单抗	67.14	71.40	6.35%	↑3名
6	Avastin(贝伐珠单抗)	罗氏	肺癌、结直肠癌、卵巢癌、肾细胞癌、胶质母细胞瘤	单抗	67.15	68.08	1.39%	↑1名
7	Xarelto（利伐沙班）	拜耳/强生	抗凝血	化学药	53.92	62.49	9.27%	↑4名
8	MabThera/Rituxan(利妥昔单抗)	罗氏	CLL，NHL，RA	单抗	72.27	59.37	-17.85%	↓3名
9	Eylea(阿柏西普)	拜耳/再生元	湿性AMD	单抗	50.46	58.39	15.72%	↑3名
10	Opdivo(nivolumab)	BMS	NSCLC，黑色素瘤、头颈癌、肾细胞癌、经典型霍奇金淋巴瘤	单抗	37.74	57.40	52.09%	↑10名
11	Prevnar(肺炎球菌疫苗)	Pfizer	肺炎	疫苗	57.18	56.01	-2.05%	↓1名
12	Lantus (甘精胰岛素)	赛诺菲	糖尿病	重组蛋白	60.54	52.54	-13.22%	↓3名
13	Lyrica(普瑞巴林)	Pfizer	镇痛	化学药	49.66	50.65	1.99%	—
14	Eliquis(阿哌沙班)	BMS	抗凝血		33.43	48.72	45.74%	↑9名
15	Neulasta(pegfilgrastim)	Amgen	中性粒细胞减少症	重组蛋白	46.48	45.34	-2.45%	—
16	Imbruvica(依鲁替尼)	AbbVie/强生	CLL，MBL	化学药	30.82	44.66	44.91%	↑12名
17	Harvoni（索非布韦+ledipasvir）	Gilead	丙肝	化学药	90.81	43.70	-51.88%	↓15名
18	Tecfidera(富马酸二甲酯)	Biogen	多发性硬化症	化学药	39.68	42.14	6.20%	—
19	Seretide/Advair (氟替卡松/沙美特罗)	GSK	哮喘、COPD	化学药	47.4	40.69	-14.16%	↓5名
20	Stelara（优特克单抗）	强生	斑块状银屑病	单抗	32.32	40.11	24.10%	↑5名

来源：Bloomberg，公司年报，医药魔方，中泰证券研究所

■ **来那度胺是 Celgene 最重要的产品，单产品占其收入比重保持在 60%以上。**来那度胺是 Celgene 最重要的产品，2005 年上市以来借助优秀的疗效迅速上量，单产品占 Celgene 整体收入比重一直保持在 60%以上，支撑 Celgene 峰值市值超过 1100 亿美元。

图表 2：来那度胺占 Celgene 收入比重一直保持在 60%以上

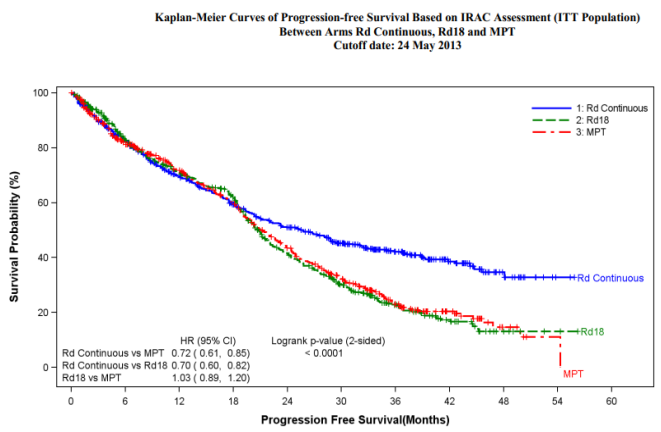


来源：Bloomberg，公司年报，中泰证券研究所

对多发性骨髓瘤治疗效果好，处 MM 治疗指南首选方案地位

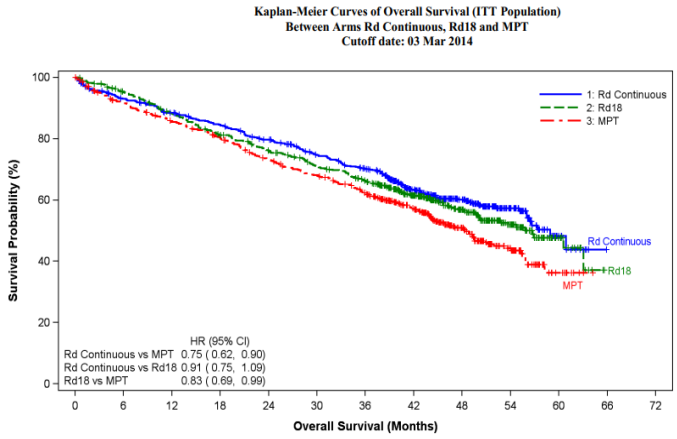
- **来那度胺能有效提高多发性骨髓瘤患者的无进展生存期和总生存期。**来那度胺治疗效果好、临床应用更安全、不良反应更小，现已超越硼替佐米等一线治疗药物成为全球治疗多发性骨髓瘤排名第一的药物。以多发性骨髓瘤为例，在 1,623 例临床样本的 MM-020 试验中，**与马法兰、醋酸泼尼松和沙利度胺三药联用(MPT)方案相比来那度胺延长患者无进展生存期 4.3 个月（25.5 vs 21.2），延长患者总生存期 10.4 个月（58.9 vs 48.5）。患者总生存期延长超过 20%。**且与每个 28 天周期服用 18 次来那度胺组（Rd18）相比，持续服用来那度胺进行维持治疗可显著延长患者无进展生存期近 5 个月（25.5 vs 20.7）、总生存期延长 2.2 个月（58.9 vs 56.7）。**MYELOMA Ⅺ研究显示，所有年龄的适合移植和不适合移植患者的 PFS 均可从来那度胺单药维持治疗中获益；而 Meta 分析也显示，相比于未进行维持治疗患者来那度胺的维持治疗使移植患者的 OS 显著获益。**

图表 3：来那度胺显著延长多发性骨髓瘤患者无进展生存期4.3 个月



来源：FDA，中泰证券研究所

图表 4：来那度胺显著延长多发性骨髓瘤患者总生存期10.4 个月



来源：FDA，中泰证券研究所

- **多发性骨髓瘤诊疗指南中来那度胺联合硼替佐米、地塞米松作为首选治疗方案。**在美国 NCCN 最新发布的多发性骨髓瘤临床实践指南（2018.V4）

中，无论是否准备移植、是否已治疗过来那度胺联合硼替佐米、地塞米松（RVd）均是推荐的优选方案（preferred regimens），来那度胺更是维持治疗的优选方案。在《中国多发性骨髓瘤诊治指南(2017 年修订)》中，诱导治疗推荐方案中除硼替佐米/地塞米松（VD）、来那度胺/地塞米松（Rd）、沙利度胺/地塞米松（TD）等基础的两药联合方案外，更多推荐了以上述方案为基础的三药联合方案，特别是新加入来那度胺/硼替佐米/地塞米松（RVd）方案。

双鹭药业首仿获批上市，我们预计国内多发性骨髓瘤市场空间约 75 亿元

- **2017 年 12 月 1 日，来那度胺国内首仿双鹭药业的来那度胺胶囊获批上市。**双鹭药业原参股公司南京卡文迪许生物工程技术有限公司发明了一条全新路线来合成来那度胺，同时还发明了来那度胺的三种新的多晶型物 I、II、III，成功绕开原研核心晶型专利（2024 年国内到期）。2017 年 7 月 19 日，来那度胺等 36 种谈判药品纳入了《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2017 年版)》乙类范围，来那度胺 10mg、25mg 的医保支付价分别为 866 元/粒、1101.99 元/粒。目前来那度胺已经在江苏、天津、浙江、黑龙江、陕西、甘肃、四川、北京和湖北等近 10 个省市陆续进入新医保，**我们预计随着新版医保逐步对接落地来那度胺的渗透率有望显著提高。**

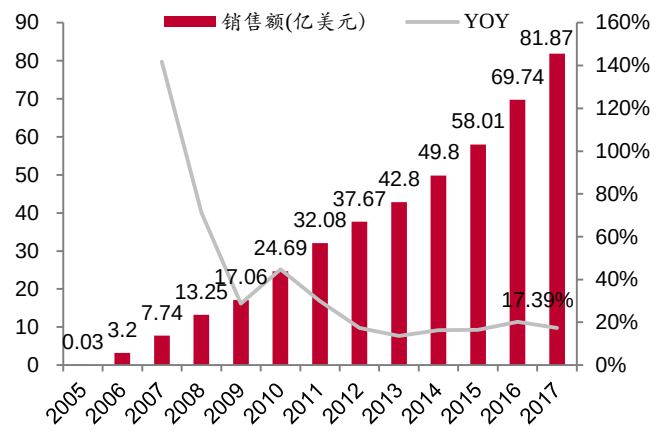
图表 5：来那度胺国内中标价格情况（单位：一粒）

	2014年		2015年		2016年	2017年		医保谈判目录后					
省份	浙江	吉林	云南	福建	浙江	辽宁	江西	江苏 陕西	天津 甘肃	浙江 四川	黑龙江 北京	湖北	重庆
10mg	2205.7	2198.6	2198.6	2198.6	2205.7	2198.6	2203.6	866	866	866	866	866	2198.6
降价幅度								60.70%					
25mg		2799.4	2799.4	2799.4	2785.7	2785.7	2805	1101.99	1101.99	1101.99	1101.99	1101.99	2785.71
降价幅度								60.71%					

来源：药智网，中泰证券研究所

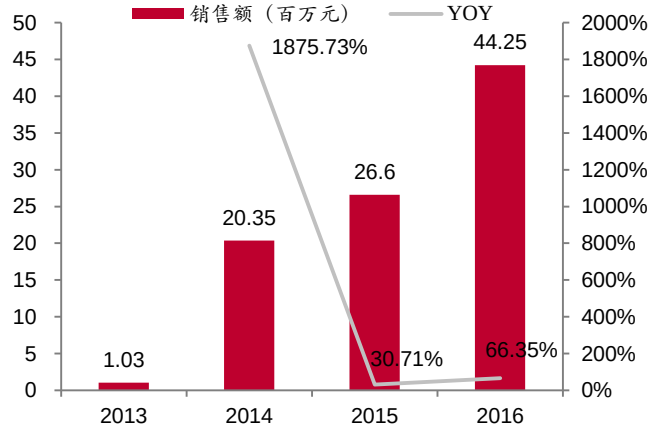
- **来那度胺国内 2016 年城市公立医院销售额仅 4,425 万元，原研厂家销售能力不强。**来那度胺 2013 年 1 月 23 日中国获批上市，商品名瑞复美®/Revlimid。2016 年国内城市公立医院销售额为 4,425 万元、同比增速 66.35%，全国销售额约为 1 亿元、和国外有很大差距。我们认为主要原因是原研厂家销售能力不强、医保不支付等。美国来那度胺 25mg 销售价格约为 412 美元/粒，折合年费用在 10.38 万美元左右，部分费用保险公司可以承担；过去国内 10mg、25mg 的价格分别为 2200 元/粒、2800 元/粒，折合年费用在 70.56 万元左右，买 3 个月赠 9 个月，年负担费用约 17.64 万元。

图表 6:2005-2017 年来那度胺全球销售额及增速(单位：亿美元，%）



来源：Bloomberg，公司年报，中泰证券研究所

图表 7：2013-2016 年来那度胺国内城市公立医院销售额及增速（单位：百万元，%）



来源：米内网，中泰证券研究所

- **我们预计国内来那度胺多发性骨髓瘤市场空间在 75 亿元左右。**我国多发性骨髓瘤（MM）患者超过 10 万人，每年新增病例约 2 万；骨髓增生异常综合症（MDS）我国总体发病率约 10-12 人/10 万人，每年新增患者约 13 万人。来那度胺治疗效果好、长期维持治疗患者 PFS 和 OS 可显著获益，指南中多发性骨髓瘤患者诱导治疗和复发治疗均优选推荐含来那度胺的联合疗法。来那度胺的推荐起始剂量为 25mg，在每个重复 28 天周期里的第 1-21 天每日口服 25mg 直至疾病进展。按照 10mg 866 元/粒、25mg 1101.99 元/粒测算，停止援助年费用约 27.77 万元，平均年费用（医保、自费患者、低保人群等）在 14-15 万左右。我们预计来那度胺多发性骨髓瘤的市场空间约 75 亿，骨髓增生异常综合征市场空间在 58.5 亿左右。

图表 8：来那度胺国内市场空间预测（单位：亿元）

多发性骨髓瘤（MM）	新增患者（万人/年）	渗透率	人均费用（万元/年）	市场空间
	2	50%	15	15.00
	存量患者（万人）	渗透率	人均费用（万元/年）	市场空间
	10	20%	15	30.00
		30%		45.00
		40%		60.00
骨髓增生异常综合症（MDS）	新增患者（万人/年）	渗透率	人均费用（万元/年）	市场空间
10-12/10万人	13	30%	15	58.50

来源：药智网，中泰证券研究所（来那度胺年费用按照肾功能正常至轻度不全、12 个周期/年计算）

原研核心专利尚未到期，预计 5 年内国内竞争格局良好

- **双鹭药业依靠晶型专利拔得国产首仿。**国内来那度胺仿制企业包括双鹭药业、齐鲁制药、正大天晴、豪森制药等。双鹭药业原参股公司南京卡文迪许生物工程技术有限公司通过发明全新路线合成来那度胺、发明来那度胺的三种新的多晶型物 I、II、III 成功绕开原研的组合物专利限制。2016 年 4 月双鹭药业来那度胺作为临床急需首仿药进入优先审评，2017 年 12 月国产首家获批上市。

图表 9：国内来那度胺进入临床试验品种情况一览

公司	适应症	临床进度	申报类别
新基医药信息咨询(上海)有限公司	多发性骨髓瘤	2013年上市	进口
	既往未经治疗的活化B细胞（ABC）型弥漫性大B细胞淋巴瘤（DLBLC）	临床Ⅲ期	
	复发性/难治性惰性非霍奇金淋巴瘤（滤泡淋巴瘤和边缘带淋巴瘤）	临床Ⅲ期	
双鹭药业	多发性骨髓瘤	2017年12月上市	化学药新药3.1类
正大天晴	多发性骨髓瘤	5mg和10mg未批准，25mg申报生产在审评	化学药仿制6类
齐鲁制药	多发性骨髓瘤	申报生产	化学药仿制6类
豪森制药	多发性骨髓瘤	申报生产	化学药仿制6类
四川美大康华康药业	多发性骨髓瘤	申报生产	化学药仿制6类
扬子江药业	多发性骨髓瘤	人体生物等效性试验	
莱美药业	多发性骨髓瘤	人体生物等效性试验	

来源：CDE，米内网，中泰证券研究所

- **原研新基药业核心专利 2024 年国内到期，我们预计 5 年内国内竞争格局良好。**Celgene 来那度胺在国内的化合物专利（CN97180299.8）授权 2017 年 7 月已到期，适应症专利 CN03825567.7 保护脊髓发育不良综合征（MDS）用途、CN03816899.5 保护骨髓瘤等癌症用途保护期至 2023 年。我们认为，原研新基药业核心专利 2024 年国内到期，5 年内国内竞争格局良好。

图表 10：新基来那度胺国内核心专利一览

公司	专利名称	专利申请号	专利申请日	专利保护
CELGENE CORP	取代的2—(2,6—二氧哌啶—3—基)—邻苯二甲酰亚胺和—1—氧异二氢吲哚及降低肿瘤坏死因子α的方法	CN97180299.8	1997.07.24	化合物
CELGENE CORP	用于治疗和控制脊髓发育不良综合征的含免疫调节化合物的组合物和使用方法	CN03825567.7	2003.04.13	组合物，适应症
CELGENE CORP	使用免疫调节性化合物用于治疗和控制癌症和其它疾病的方法及组合物	CN03816899.5	2003.05.16	组合物，适应症

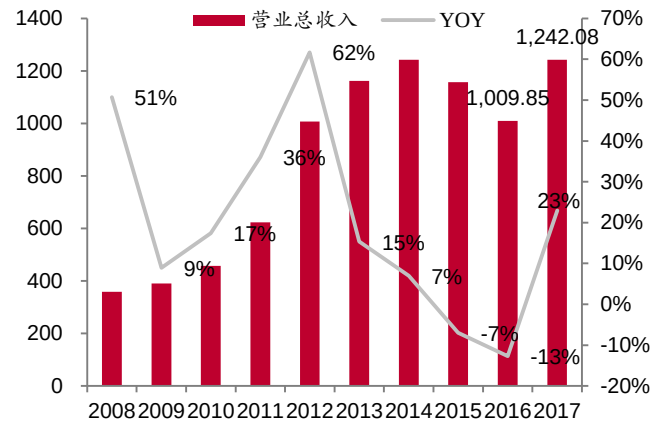
来源：国家知识产权局，中泰证券研究所

公司扣非净利由高点 6.4 亿下滑至 2017 年 3.4 亿，复合辅酶等老品种已经见底

受累于医保控费等公司经历低谷期，2018 年新产品上市及招标推进有望迎来拐点

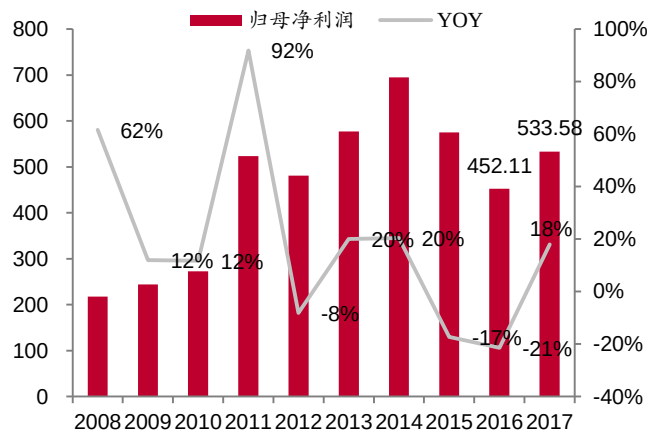
- **2015 年起面对公立医院改革、控药占比、以及医保支出收紧等情况公司经历一段时间的低谷期。**过去公司主要依赖复合辅酶、胸腺五肽等品种，通过代理模式进行销售，因此公司费用率销售费用率低于同行。2015 年起面对医保控费、招标降价等因素公司主要大品种复合辅酶销售收入下滑，公司经营情况经历低谷期。2017 年公司扣非净利润已经由 2014 年高点的 6.4 亿下滑至 3.4 亿，我们认为复合辅酶等老品种已经见底。

图表 11：2008-2017 年双鹭药业收入及增速情况（单位：百万元，%）



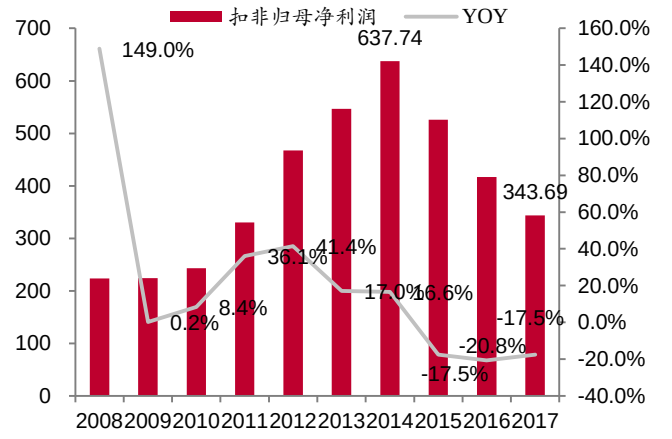
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 12：2008-2017 年双鹭药业归母净利润及增速情况（单位：百万元，%）



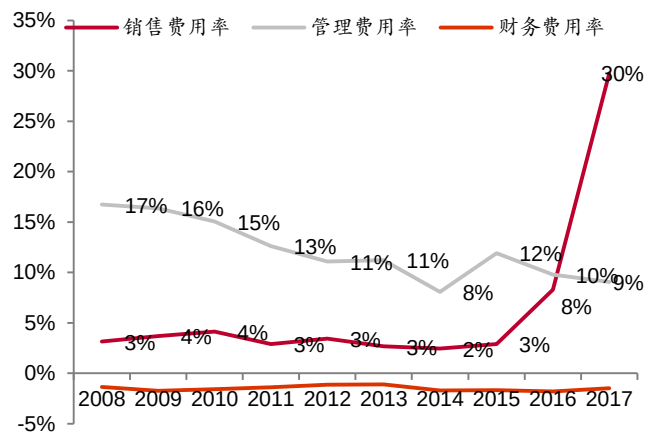
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 13：2008-2017 年双鹭药业扣非归母净利润及增速情况（单位：百万元，%）



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 14：2008-2017 年双鹭药业费用率变化情况（单位：百万元，%）



来源：Wind，中泰证券研究所

■ **2018 年随着新产品上市及招标推进有望迎来拐点。**我们认为 2018 年有望成为公司拐点，大品种来那度胺上市销售叠加进入 2017 新版医保目录开始放量；重组人碱性成纤维细胞生长因子（扶济复及凝胶）、替莫唑胺、杏灵滴丸、依诺肝素钠等品种在各省份招标逐步上量。2018 年及以后奥硝唑（5-硝基咪唑类衍生物）有望上市，预计 2020 年我国硝基咪唑类药物的市场将达到 85 亿元。

图表 15：2015 年-2018Q1 双鹭药业季度收入及归母净利润情况（单位：百万元，%）

项目	2015-1Q	2015-2Q	2015-3Q	2015-4Q	2016-1Q	2016-2Q	2016-3Q	2016-4Q	2017-1Q	2017-2Q	2017-3Q	2017-4Q	2018-1Q
营业总收入	**277.30**	**261.45**	**284.53**	**333.27**	**258.84**	**213.52**	**226.24**	**311.25**	**226.51**	**239.60**	**307.57**	**468.40**	**419.05—453.02**
营收同比	-3.8%	-12.4%	-8.3%	-3.6%	-6.7%	-18.3%	-20.5%	-6.6%	-12.5%	12.2%	35.9%	50.5%	85.00%-100.00%
营收环比	-19.8%	-5.7%	8.8%	17.1%	-22.3%	-17.5%	6.0%	37.6%	-27.2%	5.8%	28.4%	52.3%	-
归母净利润	**179.09**	**200.01**	**136.87**	**59.08**	**149.10**	**104.46**	**103.47**	**95.09**	**127.10**	**105.66**	**157.87**	**142.95**	**177.94-203.36**
净利润同比	6.1%	6.1%	-21.2%	-64.0%	-16.7%	-47.8%	-24.4%	61.0%	-14.8%	1.1%	52.6%	50.3%	40.00%-60.00%

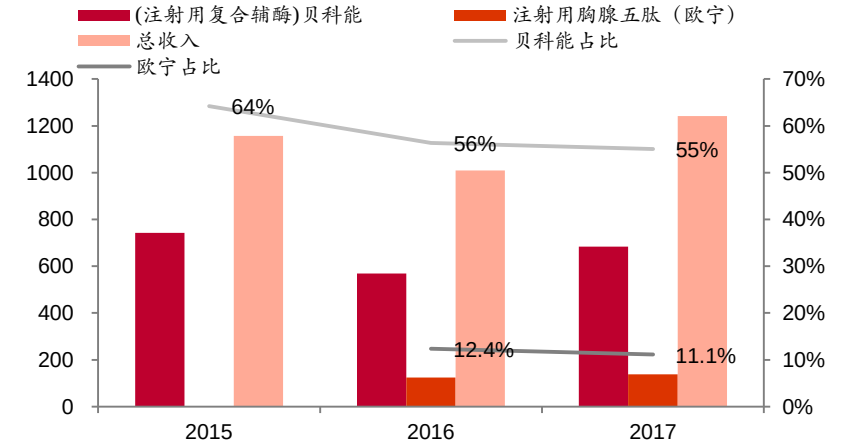
来源：Wind，中泰证券研究所

第一大品种复合辅酶收入利润占比逐步下降，2017 年高开后收入占比 55%，我们预计利润占比低于 30%

■ **第一大品种复合辅酶（贝科能）收入利润占比逐步下降，2017 年高开**

后收入占比 55%，我们预计利润占比低于 30%。2017 年公司基因工程产品注射用重组人白介素-2（欣吉尔）、重组人粒细胞集落刺激因子注射液（立生素）、注射用重组人白介素-11（迈格尔）、重组人碱性成纤维细胞生长因子（扶济复）增长态势良好，替莫唑胺、杏灵滴丸、扶济复凝胶、依诺肝素钠等产品随着各省招标的推进均在逐步上量。主要品种复合辅酶在公司销售收入和利润的占比正逐年下降，2017 年两票制高开后全年收入占比为 55%，较 2015 年（低开时）也已明显下降近 10%，如果考虑净利润率的差别，预计利润占比低于 30%。

图表 16：贝科能收入占比已经下降至 55%（单位：百万元，%）



来源：Wind，中泰证券研究所

来那度胺、依诺肝素钠、奥硝唑等上市后有望逐步改善单一品种依赖型结构

- **理清核心产品权益，已获得来那度胺、奥硝唑等品种的所有权和全部权益。**2017 年 12 月 19 日，公司公告《获得来那度胺境外相关发明专利实施许可及签署来那度胺合作项目补充协议》，公司以 6,800 万元受让卡文迪许所享有的来那度胺上市后的国内 5%销售提成（未扣除双鹭药业原股权比例所占权益）、卡文迪许同意许可双鹭药业来那度胺及胶囊项目海外市场的独立开发权，并将所获授权的国外专利许可给双鹭使用获得来那度胺境内外所有相关专利的授权许可。协议完成后双鹭药业将拥有来那度胺境内外所有相关专利的授权许可，拥有来那度胺国内上市后的所有权益。2018 年 2 月 14 日，公司公告《签署奥硝唑合作项目补充协议》，公司以 2.72 亿元受让卡文迪许所享有的奥硝唑上市后十年内的技术提成及奥硝唑上市十年内的所有权。协议完成后双鹭药业将拥有和卡文迪许合作项目的来那度胺、奥硝唑等 12 个产品的所有权和所有权益，卡文迪许不再享有原约定的销售提成和部分产品上市后前十年的所有权。
- **来那度胺、依诺肝素钠、奥硝唑等上市后有望逐步改善对复合辅酶单一品种依赖的收入结构。**过去公司依赖复合辅酶单品种的销售驱动业绩增长，随着医保控费和产品降价面临较大压力。2018 年随着来那度胺的上市和其它新品种的增量，以及后续奥硝唑等品种的陆续上市，预计复合辅酶占比仍会大幅下降。

图表 17：双鹭药业医保品种情况

名称	医保类别	剂型	限制	是否2017年新进入	是否调整报销比例	限制变化
重组人白介素-11（I）重组人白介素-11（酵母）	乙	注射剂	限放化疗引起的严重血小板减少患者	否	否	取消限三甲医院治疗
重组人白介素-2（I）	乙	注射剂	限肾细胞癌、黑色素瘤、癌性胸腹腔积液	否	否	增加癌性胸腹腔积液适应症
重组人白介素-2（125Ala,125Ser）	乙	注射剂	限肾细胞癌、黑色素瘤、癌性胸腹腔积液	否	否	增加癌性胸腹腔积液适应症
重组人粒细胞刺激因子（CHO细胞）	乙	注射剂	限放化疗后的骨髓抑制	否	否	取消限工伤保险
重组人碱性成纤维细胞生长因子	乙	外用冻干制剂		否	否	取消限工伤保险
生长抑素	乙	注射剂	限胰腺手术；食道或胃静脉出血	否	否	增加胃静脉出血
依诺肝素钠	乙	注射剂		是（明确分类）	-	
亚砷酸（三氧化二砷）亚砷酸氯化钠	乙	注射剂		否	否	无
阿德福韦酯	乙	口服常释剂型	限有活动性乙型肝炎的明确诊断及检验证据	否	否	无
氯雷他定	甲	口服常释剂型		否	是，乙调甲	无
长春瑞滨	乙	注射剂		否	否	无
紫杉醇	甲	注射剂		否	是，乙调甲	无
多西他赛	乙	注射剂		否	否	取消限二线用药
替莫唑胺	乙	口服常释剂型	限二线用药	否	否	无
替米沙坦	乙	口服常释剂型		否	否	取消限对血管紧张素转换酶抑制剂治疗不能耐受的患者
来那度胺	医保支付价	口服常释剂型	限曾接受过至少一种疗法的多发性骨髓瘤的成年患者，并满足以下条件：1、每2个疗程需提供治疗有效的证据后方可继续支付；2、由三级医院血液专科或血液专科医院医师处方；3、与硼替佐米联合使用不予支付。	是	-	-
后续将上市品种						
聚乙二醇重组人粒细胞刺激因子	乙	注射剂	限前次化疗发生过重度中性粒细胞减少合并发热的病人	是	-	-
奥硝唑/奥硝唑氯化钠/奥硝唑葡萄糖	乙	注射剂		否	否	无

来源：人社部，中泰证券研究所

在研品种涵盖多个优势领域，逐步推进营销改革

在研品种涵盖多个优势领域，2018 年奥硝唑等有望上市

- **公司立足基因工程技术，逐步进入糖尿病、肾病、预防性疫苗等新领域。**公司拥有以原核和哺乳动物细胞为宿主的基因工程药物上游技术模块、蛋白质规模化制备技术模块、长效蛋白质制剂技术模块为平台，核心产品涵盖抗肿瘤、肝病、抗感染及心脑血管等领域。近年来公司通过技术受让、合作研究以及股权投资等方式进一步强化公司在肿瘤、肝病、代谢病、心脑血管等领域基因工程和生化药物的优势，逐步进入糖尿病、肾病、预防性疫苗等新领域。2018 年公司丁二磺酸腺苷蛋氨酸、奥硝唑、谷胱甘肽等品种即将获批生产。

图表 18：双鹭药业在研品种一览

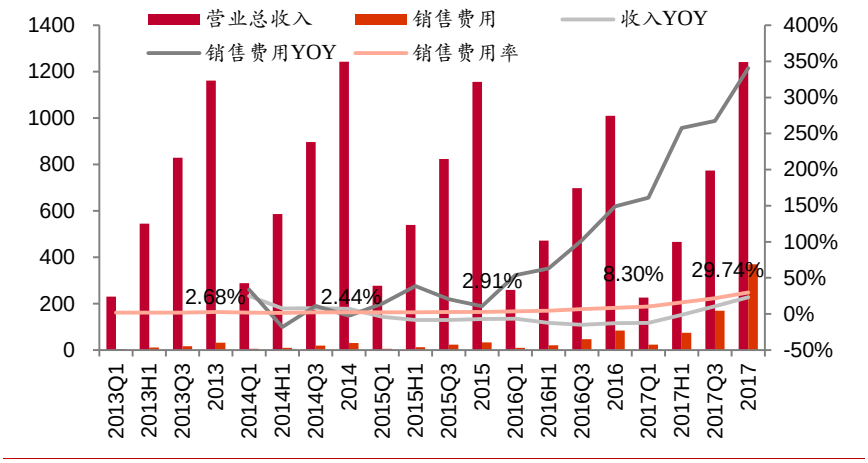
产品	类别	进度					
		临床前	临床Ⅰ期	临床Ⅱ期	临床Ⅲ期	上市	上市后研究
富马酸替诺福韦	抗病毒	已完成一致性评价，上报生产					
富马酸替诺福韦原料药	抗病毒					获得生产批件	
丁二磺酸腺苷蛋氨酸	保肝护肝用药				申报生产		
注射用丁二磺酸腺苷蛋氨酸	保肝护肝用药				申报生产		
谷胱甘肽肠溶胶囊	保肝护肝用药				申报生产		
奥硝唑	预防和治疗厌氧菌感染用药				申报生产		
阿哌沙班	抗凝血药用药	进行工艺验证及一致性评价					
利伐沙班	抗凝血药用药	进行工艺验证及一致性评价					
噻吩吡啶二硫耦合物混合物	抗血小板聚集	工艺优化及药效评价等					
注射用重组凝血因子Ⅶ（转基因兔）	血友病	临床前					
长效重组人促红细胞生成素	贫血	临床前					
注射用重组人促卵泡激素	辅助生殖		申报临床获受理				
聚乙二醇化重组粒细胞集落刺激因子注射液(长效PEG-GCSF)	抗肿瘤			完成报产资料准备			
培门冬酶注射液	抗肿瘤	完成与原研药（Oncaspar）的BE实验					
聚乙二醇修饰门冬酰胺酶注射液	抗肿瘤		获批临床				
重组全人抗CTLA-4单抗注射液	抗肿瘤		申报临床				
重组全人源抗TNF-α单抗注射液	自身免疫病		申报临床				
达格列净	抗糖尿病用药		获批临床				
卡格列净	抗糖尿病用药		获批临床				
门冬胰岛素	抗糖尿病用药		申报临床获受理				
德谷胰岛素	抗糖尿病用药	临床前					
利拉鲁肽	抗糖尿病用药	临床前					
Diapin	抗糖尿病用药	临床前					
四价重组(大肠杆菌)16/18/52/58型人乳头瘤病毒类病毒颗粒疫苗	预防性疫苗		申报临床获受理				
泰思胶囊	老年性痴呆				临床Ⅲ期		

来源：公司公告，CDE，中泰证券研究所

参股信忠医药，积极适应“两票制”进行营销策略调整

- **2015 年参股信忠医药 30%股权，增强学术推广营销能力。**2015 年 7 月 6 日，双鹭药业出资 1800 万元参与上海信忠医药科技有限公司增资扩股，持有信忠医药 30%股权。信忠医药公司拥有一支高素质的医药营销人才队伍，其核心骨干均在跨国制药企业和本地上市医药企业有近 20 年的工作经验，具有丰富的市场推广和开拓经验。公司通过参股信忠医药增强重点专科产品的学术推广和营销体系建设，推动营销变革和改善。近年来公司积极推进专业学术营销、精细化招商，加强区域管理，外包服务，积极吸收有实力的经销商和营销骨干，调整营销策略，在互利共赢的基础上扩大市场占有率。随着新产品的上市及各省招标的推进，预计多个产品的市场份额将加大，对部分产品的限量降价等影响起到缓冲作用。

图表 19：双鹭药业销售费用变化（单位：百万元，%）



来源：Wind，中泰证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

- 我们预计 2018-2020 年公司营业收入为 16.88、21.22、27.72 亿元，同比增长 35.94%、25.67%、30.64%，归属母公司净利润为 6.01、8.10、10.91 亿元，同比增长 12.66%、34.81%、34.67%，对应 EPS 为 0.88、1.18、1.59 元。
- 假设一：公司营业税金及附加占营业收入百分比基本不变；
- 假设二：由于新产品来那度胺上市销售，公司整体毛利率稳步提升。
- 对期间费用和所得税的假设：
  - 销售费用率方面，2019 年及以后公司营销调整趋于完善，销售费用率略有下降。
  - 管理费用率方面，2018 年公司在研品种申报上市取得进展，2019 年后管理费用率将略有下降。
  - 财务费用率：公司财务费用较低。
- 所得税：我们认为未来三年将保持在 15%左右。

图表 20：双鹭药业分产品拆分（单位：百万元）

类别	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
生物、生化药								
生物、生化药总收入	981.02	1012.78	976.29	853.36	1052.23	1219.50	1352.98	1538.93
YOY		3.24%	-3.60%	-12.59%	23.30%	15.90%	10.95%	13.74%
成本	333.97	325.73	340.90	297.64	328.38	341.46	378.84	430.90
YOY		-0.02	0.05	-0.13	0.10	3.98%	10.95%	13.74%
毛利	647.06	687.05	635.39	555.72	723.85	878.04	974.15	1108.03
毛利占比		0.79	0.83	0.84	0.82	0.69	0.59	0.50
毛利率(%)	65.96	67.84	65.08	65.12	68.79	72.00	72.00	72.00
化学药等								
化药总收入	131.53	158.42	127.57	128.51	170.73	448.87	747.75	1210.98
YOY		0.20	-0.19	0.01	0.33	576.93%	66.58%	61.95%
成本	33.98	37.40	45.68	45.13	30.84	67.33	97.21	133.21
YOY		0.10	0.22	-0.01	-0.32	2.19	44.37%	37.03%
毛利	97.56	121.02	81.90	83.38	139.89	381.54	650.54	1077.77
毛利占比		0.14	0.11	0.13	0.16	0.30	0.40	0.49
毛利率(%)	74.17	76.39	64.20	64.88	81.93	85.00	87.00	89.00
销售药品								
收入	1112.56	1171.20	1103.86	981.87	1222.96	1668.37	2100.73	2749.91
YOY		0.05	-0.06	-0.11	0.25	36.42%	25.92%	30.90%
成本	367.94	363.13	386.57	342.78	359.22	408.79	476.04	564.11
YOY		-0.01	0.06	-0.11	0.05	13.80%	16.45%	18.50%
毛利	744.61	808.07	717.29	639.09	863.73	1259.58	1624.69	2185.80
毛利占比		92.83%	94.01%	97.04%	98.40%	98.90%	99.10%	99.30%
毛利率(%)	66.93	68.99	64.98	65.09	70.63	75.50%	77.34%	79.49%
其他主营业务（技术转让、服务）	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	35.00	35.75	25.41	9.61	0.22	0.23	0.24	0.25
YOY		2.14%	-28.92%	-62.18%	-97.71%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	5.28	6.47	5.73	3.17	0.43	0.12	0.12	0.13
YOY		22.54%	-11.44%	-44.68%	-86.44%	-5.00%	-5.00%	0.00%
毛利	29.72	29.28	19.67	6.44	-0.20	0.12	0.12	0.13
毛利率(%)	84.91	81.89	77.44	67.06	(90.91)	50.00	50.00	50.00
其他业务	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	14.23	36.00	27.28	18.37	18.89	19.83	20.83	21.87
YOY		152.99%	-24.22%	-32.66%	2.83%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	5.40	2.82	1.28	5.32	4.66	5.95	6.25	6.56
YOY		-47.78%	-54.61%	315.63%	-12.41%	-5.00%	-5.00%	0.00%
毛利	8.83	33.18	26.00	13.05	14.24	13.88	14.58	15.31
毛利率(%)	62.05	92.17	95.30	71.02	75.35	70.00	70.00	70.00
合计	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	1161.78	1242.95	1156.55	1009.85	1242.08	1688.44	2121.80	2772.03
YOY		6.99%	-6.95%	-12.68%	23.00%	35.94%	25.67%	30.64%
成本	378.62	372.43	393.59	351.26	364.31	414.86	482.41	570.80
YOY		-1.63%	5.68%	-10.75%	3.72%	13.87%	16.28%	18.32%
毛利	783.16	870.52	762.96	658.59	877.77	1273.58	1639.39	2201.23
毛利率	67.41%	70.04%	65.97%	65.22%	70.67%	75.43%	77.26%	79.41%

来源：公司历年年报，中泰证券研究所

图表 21：双鹭药业期间费用率和所得税率假设（单位：百万元）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售费用	33.67	83.84	369.42	506.53	615.32	803.89
销售费用率%	2.91%	8.30%	29.74%	30.00%	29.00%	29.00%
管理费用	138.00	98.78	112.72	151.96	169.74	221.76
管理费用率%	11.93%	9.78%	9.07%	9.00%	8.00%	8.00%
财务费用	-19.25	-17.96	-18.30	-43.07	-52.60	-67.45
财务费用率%	-1.66%	-1.78%	-1.47%	-2.55%	-2.48%	-2.43%
所得税	91.53	79.98	93.86	104.26	141.69	190.50
所得税率%	7.91%	7.92%	7.56%	6.17%	6.68%	6.87%

来源：中泰证券研究所

相对估值法：合理估值区间 53.1-59 元

- 选取 A 股生物药相关公司作为可比公司，平均估值在 44X 2018PE、37X 2019PE，目前公司股价对应 2018 年 44 倍 PE、2019 年 33 倍 PE。**考虑到公司重磅产品来那度胺挑战专利成功首仿上市，2018 年来那度胺进入医保放量，后续在研品种奥硝唑等有望陆续获批上市，在研产品布局广，我们给予公司 2019 年 45-50 倍 PE、合理估值区间为 53.1-59 元，首次覆盖，给予“买入”评级。**

图表 22：双鹭药业可比公司估值（单位：百万元，%）

股票代码	公司名称	营收（2016）	近3年营收CAGR(%)	净利润（2016）	近3年净利润CAGR(%)	净利率	PE(2018)	PE(2019)	PE(2020)	总市值
600276	恒瑞医药	11,093.72	22.01	2,634.19	27.88	23.7%	58.6	50.6	NA	2,290.76
000661	长春高新	2,897.44	13.17	676.92	19.53	23.4%	34.8	27.9	21.8	304.67
600867	通化东宝	2,040.39	18.57	639.21	51.61	31.3%	39.5	31.6	NA	422.52
002422	科伦药业	8,565.94	3.33	624.32	-18.49	7.3%	41.9	33.3	NA	415.15
600521	华海药业	4,092.85	25.83	456.90	11.72	11.2%	44.3	35.4	27.6	342.77
平均值							44.3	36.7	24.7	
002038	双鹭药业	1,009.85	-9.86	447.39	-19.35	44.3%	44.3	32.9	24.4	266.49

来源：Wind（截止 2018 年 04 月 17 日），中泰证券研究所

投资建议

- **结合可比公司情况，双鹭药业的合理估值区间为 53.1-59 元。首次覆盖，给予“买入”评级。**
- 公司未来 3 年的业绩催化因素：
  - **来那度胺对接进各省市医保开始放量，竞争格局良好。**
  - **除复合辅酶、胸腺五肽外，二线品种增长良好。**重组人白介素-2（欣吉尔）、重组人粒细胞集落刺激因子注射液（立生素）、注射用重组人白介素-11（迈格尔）、重组人碱性成纤维细胞生长因子（扶济复）增长态势良好。
  - **学术营销改革取得一定成效，随招标推进新品种开始上量。**替莫唑胺、杏灵滴丸、扶济复凝胶、依诺肝素钠等品种开始上量。

风险提示

来那度胺上市销售不及预期

- 来那度胺新进入医保开始销售，双鹭药业首仿上市需要进行学术推广和营销，存在销售不及预期的风险。

单品种依赖收入型结构短期无法改善的风险

- 公司核心品种复合辅酶收入占比达到 55%，虽然近 2 年来逐步下降且未来随着新品种上量有望继续下降，但仍存在短期无法改善的风险。

药品招标不及预期的风险

- 公司多个产品在推进各省份招标，存在不及预期的风险。

营销改革不及预期的风险

- 公司过去过于依赖代理模式，近年来逐步推进学术营销改革，存在不及预期的风险。

图表 23：双鹭药业财务模型预测

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	3053	3582	4380	5470
现金	1439	1693	2133	2773
应收账款	591	926	1144	1474
其他应收款	99	79	113	152
预付账款	65	73	87	102
存货	276	258	317	378
其他流动资产	583	553	587	591
非流动资产	1532	1539	1579	1610
长期投资	135	148	147	145
固定资产	455	468	453	423
无形资产	226	288	359	435
其他非流动资产	717	636	620	607
资产总计	4585	5121	5960	7080
流动负债	250	175	194	215
短期借款	0	0	0	0
应付账款	112	62	72	86
其他流动负债	138	113	122	129
非流动负债	36	37	37	37
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	36	37	37	37
负债合计	286	212	231	251
少数股东权益	29	24	17	9
股本	685	685	685	685
资本公积	7	7	7	7
留存收益	3589	4179	4990	6081
归属母公司股东权益	4271	4885	5711	6820
负债和股东权益	4585	5121	5960	7080

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	381	255	413	601
净利润	529	597	804	1082
折旧摊销	38	44	47	49
财务费用	-18	-43	-53	-67
投资损失	-192	-50	-50	-50
营运资金变动	33	-381	-354	-449
其他经营现金流	-8	89	19	36
投资活动现金流	21	-43	-26	-28
资本支出	230	0	0	0
长期投资	231	36	-4	-4
其他投资现金流	482	-7	-31	-32
筹资活动现金流	-135	43	53	67
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-135	43	53	67
现金净增加额	267	254	439	640

利润表 单位：百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1242	1688	2122	2772
营业成本	364	415	482	571
营业税金及附加	18	23	29	38
营业费用	369	507	615	804
管理费用	113	152	170	222
财务费用	-18	-43	-53	-67
资产减值损失	5	6	7	6
公允价值变动收益	29	13	16	17
投资净收益	192	50	50	50
营业利润	622	692	937	1266
营业外收入	1	10	9	8
营业外支出	0	1	0	1
利润总额	623	701	945	1273
所得税	94	104	142	190
净利润	529	597	804	1082
少数股东损益	-5	-4	-7	-9
归属母公司净利润	534	601	810	1091
EBITDA	641	692	931	1247
EPS（元）	0.78	0.88	1.18	1.59

主要财务比率

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	23.0%	35.9%	25.7%	30.6%
营业利润	22.6%	11.3%	35.4%	35.1%
归属于母公司净利润	18.0%	12.7%	34.8%	34.7%
获利能力				
毛利率(%)	70.7%	75.4%	77.3%	79.4%
净利率(%)	43.0%	35.6%	38.2%	39.4%
ROE(%)	12.5%	12.3%	14.2%	16.0%
ROIC(%)	23.5%	21.5%	25.6%	30.0%
偿债能力				
资产负债率(%)	6.2%	4.1%	3.9%	3.5%
净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	12.23	20.47	22.55	25.47
速动比率	11.12	19.00	20.92	23.71
营运能力				
总资产周转率	0.29	0.35	0.38	0.43
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	5.12	4.78	7.17	7.23
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.78	0.88	1.18	1.59
每股经营现金流(最新摊	0.56	0.37	0.60	0.88
每股净资产(最新摊薄)	6.24	7.13	8.34	9.96
估值比率				
P/E	49.95	44.33	32.88	24.42
P/B	6.24	5.46	4.67	3.91
EV/EBITDA	38	36	26	20

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。